

### Das CFA-Währungsregime: Zinspolitik, Geldbasisdeckung und Kreditvergabe in der UEMOA

Lampe, Florian

Veröffentlichungsversion / Published Version  
Arbeitspapier / working paper

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Lampe, F. (2020). *Das CFA-Währungsregime: Zinspolitik, Geldbasisdeckung und Kreditvergabe in der UEMOA*. (ZÖSS Discussion Paper, 76). Hamburg: Universität Hamburg, Fak. Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, FB Sozialökonomie, Zentrum für Ökonomische und Soziologische Studien (ZÖSS). <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-66965-0>

#### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

#### Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

Florian Lampe

**Das CFA-Währungsregime:  
Zinspolitik, Geldbasisdeckung  
und Kreditvergabe in der UEMOA**

-----  
ZOSS

ZENTRUM FÜR ÖKONOMISCHE  
UND SOZIOLOGISCHE STUDIEN

Discussion Papers  
ISSN 1868-4947/76  
Discussion Papers  
Hamburg 2020

# Das CFA-Währungsregime: Zinspolitik, Geldbasisdeckung und Kreditvergabe in der UEMOA

Florian Lampe

Discussion Paper  
ISSN 1868-4947/76  
Zentrum für Ökonomische und Soziologische Studien  
Universität Hamburg  
Februar 2020

## **Impressum**

Die Discussion Papers werden vom Zentrum für Ökonomische und Soziologische Studien veröffentlicht. Sie umfassen Beiträge von am Fachbereich Sozialökonomie Lehrenden, NachwuchswissenschaftlerInnen sowie Gast-Referent\*innen zu transdisziplinären Fragestellungen.

### **Herausgeber/Redaktion:**

Zentrum für Ökonomische und Soziologische Studien (ZÖSS)  
Florian.Lampe@uni-hamburg.de  
Fachbereich Sozialökonomie  
Universität Hamburg – WiSo-Fakultät  
Welckerstr. 8  
D – 20354 Hamburg

Download der vollständigen Discussion Papers:  
<https://www.wiso.uni-hamburg.de/fachbereich-sozoek/professuren/heise/zoess/publikationen>

## 1. Einleitung

Die Franc-CFA-Zone zeichnet sich dadurch aus, dass sie sowohl eine Währungsunion als auch ein festes Wechselkurssystem gegenüber dem Euro darstellt. Diese Besonderheit ist in erster Linie auf ihren kolonialhistorischen Entstehungshintergrund zurückzuführen: Eingeführt am 26. Dezember 1945, um die Währungsbeziehungen der französischen Kolonien südlich der Sahara zum ‚Mutterland‘ Frankreich zu festigen, wird der Franc-CFA (F-CFA) heute als Währung in 14 afrikanischen Staaten verwendet: Während Benin, Burkina Faso, die Elfenbeinküste, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal und Togo die Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA – Westafrikanische Wirtschafts- und Währungsunion) bilden, konstituieren Kamerun, die Zentralafrikanische Republik, Kongo, Gabun, Äquatorialguinea und Tschad die Communauté Economique et Monétaire de l’Afrique Centrale (CEMAC – Zentralafrikanische Wirtschafts- und Währungsgemeinschaft). Die Abkürzung F-CFA ist für beide Währungsräume identisch, wenngleich sie für die Mitglieder der westafrikanischen UEMOA Franc de la Communauté Financière d’Afrique und für jene der zentralafrikanischen CEMAC Franc de la Coopération Financière en Afrique Centrale bedeutet. Die bis 1960 offizielle Bedeutung Franc des Colonies Françaises d’Afrique wurde nach der politischen Unabhängigkeit der CFA-Länder obsolet (vgl. Hofmeier 2004a: 913, Hofmeier 2004b: 933 f.). Mit der Gründung der Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest (BCEAO) 1959 und der Banque des Etats de l’Afrique Centrale (BEAC) 1972 wurden für den westlichen und den zentralafrikanischen Teil der F-CFA-Zone jeweils eine institutionell eigenständige Zentralbank geschaffen.

Durch die Einführung des Euro 1999 wurde der französische Franc zwar als Wechselkursanker des CFA-Franc abgelöst, für die Konvertibilität der Währung ist aber weiterhin Frankreich verantwortlich. Konkret bedeutet dies, dass das französische Schatzamt im Bedarfsfall durch theoretisch unbegrenzte Überziehungsfazilitäten das feste nominale Wechselkursverhältnis gewährleistet. Diese Konvertibilitätsgarantie ist an zwei zentrale Funktionsprinzipien des Wechselkursregimes geknüpft: Die CFA-Zentralbanken sind dazu verpflichtet, erstens 50 % (vor 2005: 65 %) der Devisenreserven direkt beim französischen Schatzamt auf sog. Operationskonten zu halten und zweitens 20 % ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten bzw. der Geldbasis durch Auslandsguthaben zu decken. Die Kritik an dem Wechselkursregime hat sich in den letzten Jahren intensiviert. Während ein Teil der Kritik auf die feste nominale Wechselkursbindung und in diesem Zusammenhang auf eine reale Überbewertung des CFA-Franc (vgl. Gnansounou und Verdier-Chouchane 2012) bzw. kontinuierliche Aufwertung seit 1994 (vgl. Coulibaly 2014) verweist, argumentieren andere Autor\*innen aus einer politökonomischen Perspektive, dass der Zwang zur Devisenhaltung beim französischen

Schatzamt und die mit den Operationskonten verbundenen Sanktionsmechanismen den kolonialen Charakter des Währungsregimes widerspiegeln und die monetäre Repression bzw. Abhängigkeit der CFA-Länder gegenüber Frankreich zementieren (vgl. Nubukpo 2007; Canac und Garcia-Contreras 2011; Taylor 2019: 1069 f).<sup>1</sup>

Nur wenige Arbeiten betrachten die Auswirkungen der Währungskopplung auf die Zinspolitik der CFA-Zentralbanken – und kommen dabei zu teils unterschiedlichen Ergebnissen (vgl. Shortland and Stasavage 2005; Veyrune 2007; Dufrénot 2011).<sup>2</sup> Der Zusammenhang zwischen der Kreditvergabe in der CFA-Zone und der institutionellen Vereinbarung, die Geldbasis zu 20 % durch Auslandsaktiva der Zentralbank zu decken, wurde bisher explizit weder theoretisch noch empirisch untersucht. Aus diesem Grund hat das vorliegende Arbeitspapier zum Ziel, (1) die Implikationen des CFA-Währungsregimes für die Zinspolitik der BCEAO zu analysieren und (2) aufzuzeigen, inwiefern die Deckung der Geldbasis die Kreditvergabe in der UEMOA restringiert.

Im Folgenden werden zunächst die geldpolitische Zielsetzung und die für deren Umsetzung wichtigsten Instrumente der BCEAO vorgestellt, um den technischen Ablauf der Emission von Zentralbankgeld in der UEMOA zu konkretisieren. Das dritte Kapitel bestimmt ausgehend vom open-economy trilemma und unter Berücksichtigung des für die CFA-Zone spezifischen Devisentauschs über die Operationskonten die Reaktion der BCEAO auf eine Leitzinsänderung der EZB. Die theoretischen Schlussfolgerungen werden anschließend mit den aus der Literatur verfügbaren empirischen Ergebnissen verglichen. Das vierte Kapitel untersucht den Niveauunterschied zwischen dem Leitzins der BCEAO und der EZB. Da der standardökonomische Ansatz der Zinsparität hierfür keine hinreichende Erklärungsgrundlage liefert, wird hierfür auf den post-keynesianischen Ansatz der internationalen Währungshierarchie zurückgegriffen. Im Anschluss an diese Analyse der strukturellen Beschränkung der geldpolitischen Autonomie der BCEAO wird im fünften Kapitel die institutionell verankerte 20-prozentige Deckung der Geldbasis zunächst in einen theoretischen Zusammenhang mit der Kreditvergabe an den Privatsektor gebracht. Auf Basis der Daten von 1994 bis 2017 werden im folgenden Arbeitsschritt neben der Kreditvergabe der Geschäftsbanken auch die Entwicklung der Investitionsquote zusammen mit der Geldbasis(-deckung) analysiert. Das abschließende

---

<sup>1</sup> Ein Teil der Kritik bezieht sich auch auf die (gemessen am realen BIP) makroökonomische Performance der F-CFA-Zone im Vergleich zum durchschnittlichen Wachstum der Länder Subsahara-Afrikas. Abb. 5 (im Anhang) zeigt jedoch, dass im Zeitraum 1994-2018 die Zugehörigkeit zur F-CFA-Zone keinen klaren Rückschluss auf eine regional bessere/schlechtere wirtschaftliche Entwicklung zulässt. So lag bspw. das durchschnittliche Wachstum in Subsahara-Afrika von 2003 bis 2011 über den durchschnittlichen Wachstumsraten der UEMOA und der CEMAC. Seit 2012 (sowie im Zeitraum 1994–1999) verzeichnen wiederum die westlichen CFA-Länder im Vergleich zu der gesamten Subsahara-Region und den zentralafrikanischen CFA-Ländern durchschnittlich das höchste reale BIP-Wachstum.

<sup>2</sup> Die Ergebnisse dieser Forschungsarbeiten werden zu Beginn des dritten Kapitels kurz zusammengefasst.

Fazit fasst die Ergebnisse der Arbeit zusammen.

## 2. Geldpolitische Zielsetzung und Instrumente der BCEAO

Die für den westlichen Teil der F-CFA-Zone verantwortlichen Zentralbank, die *Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest* (BCEAO), erklärt in ihren Statuten die Preisstabilität der UEMOA zur obersten geldpolitische Zielsetzung. Die intendierte Inflationsrate wird – innerhalb einer tolerierten Abweichung von  $\pm 1\%$  – analog zur Zielinflation der EZB mit  $2\%$  definiert<sup>3</sup>. Das wichtigste Gremium zur Umsetzung der geldpolitischen Ziele ist das *Comité de la Politique Monétaire* (CPM). In den regelmäßig stattfindenden Sitzungen des CPM werden u. a. die Zinssätze für die Bereitstellung von (Zentralbank-)Liquidität (*taux minimum de soumission*, *taux du guichet de prêt marginal*), der Einlagenzinssatz für Guthaben der Geschäftsbanken bei der BCEAO und die Höhe der für die Geschäftsbanken verpflichtenden Mindestreserven festgelegt bzw. angepasst. Das Vetorecht Frankreichs bezüglich der Entscheidungen des CPM macht den politisch-institutionellen Einfluss der ehemaligen Kolonialmacht auf die Implementierung der Geldpolitik in der UEMOA deutlich.

Über die Festlegung der Leitzins- und Einlagezinssätze versucht die BCEAO, auf die Geldmengenwicklung Einfluss zu nehmen. Seit 2001 setzt die Zentralbank bei ihren Offenmarktgeschäften einen Zinstender nach dem amerikanischen Verfahren ein, um die regelmäßige Kreditvergabe gegenüber den Geschäftsbanken und somit den Großteil der Zentralbankgeldemission zu regeln. Bei den wöchentlichen und monatlichen Refinanzierungsgeschäften zwischen der BCEAO und den Geschäftsbanken wird neben dem Mindestzinssatz, der der *taux minimum de soumission* und somit dem Leitzins entspricht, auch ein maximal zu vergebendes Liquiditätsvolumen im Vorfeld der Auktion angekündigt. Mit dem *guichet de prêt marginal* besteht für die in der UEMOA ansässigen Finanzinstitute zudem die ständige Möglichkeit, sich kurzfristig bei der BCEAO mit Liquidität zu versorgen. Im Unterschied zu der Spitzenrefinanzierungsfazilität der EZB sind diese Zentralbankkredite nicht auf eine Nacht beschränkt, sondern besitzen eine Laufzeit von 1 bis 7 Tagen.

Durch die Einführung der Preisstabilität als wichtigste geldpolitische Zielsetzung im Zuge der institutionellen Reform der BCEAO im Jahr 2010 verpflichtet sich die Zentralbank, ihre Geldpolitik gleichzeitig auf einen internen (Zielinflation von  $2\%$ ) und einen externen (feste Wechselkursbindung gegenüber dem Euro) Anker hin auszurichten. Dass die angesteuerte Preissteigerungsrate der BCEAO dabei dem Inflationsziel der EZB entspricht, kann über das Motiv der Geldwertstabilität hinaus auch damit begründet

---

<sup>3</sup> Für die Eurozone verfolgt der EZB-Rat das Ziel, „die Inflationsrate auf mittlere Sicht unter, aber nahe  $2\%$  zu halten“ (EZB: 2011:7).

werden, dass dauerhafte Inflationsdifferenzen zwischen den beiden Währungsräumen im Kontext einer festen Wechselkursbindung aus wettbewerbspolitischen Gründen zu vermeiden sind. Eine höhere Inflationsrate im Vergleich zur Eurozone würde andernfalls die Wettbewerbsfähigkeit der exportorientierten Unternehmen der UEMOA verringern und sich somit negativ auf die Handelsbilanz der westafrikanischen CFA-Länder auswirken.<sup>4</sup> Insofern ist die Ausrichtung der BCEAO am Inflationsziel der EZB eine Konsequenz der festen Wechselkursparität gegenüber dem Euro und bekräftigt die geldpolitische Leitfunktion der EZB (vgl. Doumbia 2013).

Das zweiprozentige Inflationsziel der BCEAO kann allerdings mit der währungspolitischen Bedingung in Konflikt geraten, die Geldbasis zu 20 % durch Devisenreserven zu decken. So könnte eine (konjunkturell bedingte) niedrige Inflationsrate unterhalb der 2-%-Marke eine Senkung der Leitzinsen erfordern, obwohl gleichzeitig die Devisenbilanz der BCEAO für eine restriktivere Geldpolitik notwendig macht. Zudem trifft auch für die UEMOA das von Stiglitz (2008) angeführte Argument zu, dass sich die teils massiven Schwankungen der Weltmarktpreise für Rohstoffe besonders stark auf das Preisniveau von Entwicklungsländern auswirken. Da die Zinspolitik der BCEAO keinen Einfluss auf die Importpreise hat, ist Inflation Targeting kein geeignetes Instrument, um auf diese außerhalb der UEMOA liegenden Ursachen für die inländische Preisentwicklung zu reagieren (vgl. Nubukpo 2007: 74; Tinel 2016: 11).

### **3. Zinsreaktion der BCEAO auf Leitzinsänderungen der Ankerwährung**

Der Logik des sog. magischen Dreiecks der Außenwirtschaftspolitik (vgl. Mundell 1963) folgend wird der BCEAO durch die grundsätzliche Konvertibilität und die feste Wechselkursbindung des F-CFA an den Euro die Möglichkeit genommen, ihren Leitzins unabhängig von den Zinsentscheidungen der EZB zu setzen. In Abweichung von der Modellannahme des freien Kapitalverkehrs wird der F-CFA nicht frei auf den internationalen Devisenmärkten gehandelt. Kapitalzu- und -abflüsse werden durch die BCEAO über die Operationskonten in Paris abgewickelt. Eine steigende (oder fallende) Nachfrage nach Fremdwährung wirkt sich somit nicht unmittelbar auf den Preis der CFA-Währung aus. Die mit den Operationskonten verbundenen Kapitalverkehrskontrollen verleihen der BCEAO trotz des nominal fixierten Wechselkurses theoretisch ein gewisses Maß an zinspolitischer Autonomie. Zudem wurden im Kontext der nominalen Abwertung 1994 eine Reihe von Beschränkungen der Kapitalmobilität beschlossen, um ausufernde Kapitalabflüsse zu verhindern (vgl. IMF 2014: 46; Delechat und Martijn 2008: 92). Dennoch gilt auch für das Währungsregime der F-CFA-Zone, dass die

---

<sup>4</sup> Dies setzt voraus, dass die Exportgüter der CFA-Länder auch tatsächlich von den durchschnittlichen nationalen Preissteigerungen betroffen sind.



Währungsbehörden einem nominalen Abwertungsdruck in Folge eines Nachfragerückgangs nach CFA-Währung im Vergleich zum Euro dauerhaft nur standhalten können, solange sie über ausreichend Devisenreserven verfügen. Während im neukeynesianischen Mundell-Flemming-Modell der nominale Wechselkurs im Falle von Kapitalabflüssen nur durch Devisenmarktinterventionen seitens der Zentralbank konstant gehalten werden kann, stellt die BCEAO über die Operationskonten die nachgefragte Ankerwährung bereit, ohne auf dem Devisenmarkt intervenieren zu müssen.

Reagiert die BCEAO nicht in dem entsprechenden bzw. gleichen Maße auf eine Leitzinsänderung der EZB, hat dies eine (zunehmende) Differenz der Leitzinsen zwischen dem F-CFA und der Ankerwährung Euro zur Folge. Je stärker die Vermögenseigentümer auf eine Leitzinserhöhung reagieren und in F-CFA denominatede Anlagen in Euro-Anlagen umschichten, desto stärker werden sich auch die Devisenbestände der BCEAO verringern. Für den Fall, dass die BCEAO beabsichtigt, den Bestand an Devisenreserven stabil zu halten, ist sie gezwungen, die Zinsänderung der EZB mitzugehen, um so dem verstärkten Wunsch nach Vermögenshaltung in Euro entgegenzuwirken. Die Reaktion der Vermögensbesitzer auf eine Änderung der Zinsdifferenz zwischen Euro und F-CFA beschränkt demnach die geldpolitische Autonomie der BCEAO. Diese Feststellung gilt zunächst unabhängig von der Änderung der inländischen Geldmenge – auch wenn die Devisenverkäufe bzw. -ankäufe der BCEAO einer Verringerung bzw. Ausweitung der Geldmenge entsprechen.<sup>5</sup>

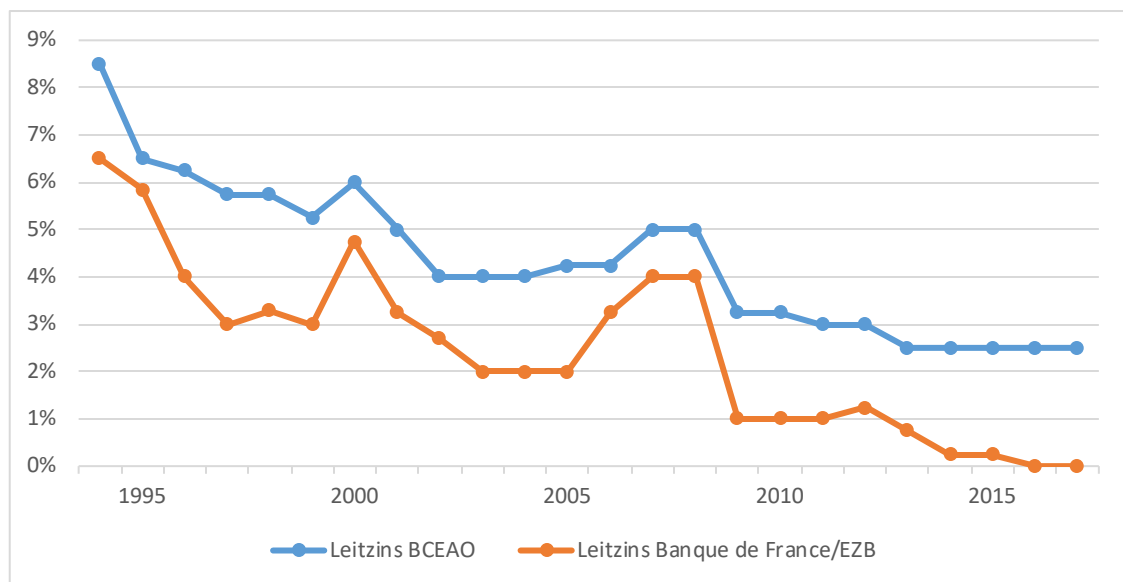
Empirische Studien zur geldpolitischen Autonomie der BCEAO gibt es nur wenige. Dufrénot (2011) zeigt, dass der Leitzins der BCEAO von 1980–1993 nicht nur von der Zinspolitik der französischen Zentralbank, sondern auch von der Abweichung vom realen gleichgewichtigen Wechselkurs (REER misalignments), der Wachstumsücke (definiert als Abweichung von der langfristigen Wachstumsrate), der Inflationsdifferenz

---

<sup>5</sup> Im Mundell-Fleming-Modell, das eine außenwirtschaftliche Erweiterung des standard-keynesianischen IS-LM-Modells darstellt, kann die Geldpolitik der Zentralbank bei festen Wechselkursen grundsätzlich keine Wirkung entfalten. Im Rahmen des Modells wird dies damit begründet, dass eine Erweiterung (Reduzierung) der Geldmenge das Zinsniveau im Inland sinken (steigen) lässt. Der im Vergleich zum Ausland niedrigere (höhere) Zinssatz zwingt demnach die Zentralbank zu Devisenverkäufen (-ankäufen), um Kapitalabflüssen (-zuflüssen) entgegenzuwirken. Im Ergebnis fällt (steigt) die inländische Geldmenge und der Zins steigt (fällt) wieder auf das ursprüngliche Niveau. Bei dieser Zinsherleitung über die Geldmenge ist es unbedeutend, ob die Zentralbank direkt auf den Devisenmärkten intervenieren muss oder wie die BCEAO, die nachgefragte(n) Devisen/heimische Währung über die Operationskonten bereitstellt. Entscheidend ist der Mechanismus, dass eine Verringerung (Erhöhung) der (Zentralbank-)Geldmenge das Zinsniveau ansteigen (fallen) lässt. Diese Schlussfolgerung beruht auf den Annahmen des IS-LM-Modells, die eine direkte Steuerung der Geldmenge durch die Zentralbank und einen von der Nachfrageseite abhängigen gleichgewichtigen Zins auf dem Geldmarkt beinhalten. Ohne die Kritikpunkte an diesen Annahmen hier zu diskutieren, sei erwähnt, dass sich das neukeynesianische IS-MP-Modell mittlerweile im Forschungsprogramm der Standard-VWL durchgesetzt hat. Die Zinsentscheidungen der Zentralbank werden im IS-MP-Modell durch die Taylor-Regel dargestellt.

zwischen den CFA-Ländern und der Eurozone sowie direkt von der Veränderung der Devisenreserven abhängt. Nach 1994 ist nur noch für den Leitzins der Banque de France/EZB und die Inflationsdifferenz ein statistisch signifikanter Einfluss nachweisbar. Neben der Zinspolitik untersucht Dufrénot auch die Kreditentscheidungen der BCEAO über den Zeitraum von 1980–2007. Hier deutet die Regressionsanalyse darauf hin, dass das Verhältnis von ZB-Kreditvergabe zum BIP stark auf die Veränderung der Devisenreserven reagiert. Veyrune (2007) zeigt für den Zeitraum von 1956–2005, dass der Einfluss der Devisenveränderungen auf die Geldbasis nach 1994 abrupt zunimmt. Die BCEAO hat demnach in Folge der 50-prozentigen nominalen Abwertung des F-CFA verstärkt Devisenabflüsse durch eine restriktivere Kreditvergabe kompensiert. Shortland und Stasavage (2005) kommen zu dem Ergebnis, dass der Leitzins der BCEAO zwar kurzfristig auf die heimische makroökonomische Situation (Output-Lücke, Zielinflation) reagiert, langfristig jedoch der Änderungsrate des Franc/Euro-Leitzinses folgt.<sup>6</sup>

Abb. 1: Vergleich der Leitzinsen der BCEAO und EZB; 1994-2017



Daten: Banque de France, Jahresberichte zur Franc-Zone 1994-2018; eigene Darstellung

Für die Zeit seit 1994 ist die Richtung der Leitzinsentscheidungen der BCEAO weitgehend konform mit der Logik des *open-economy trilemma* (Abb. 1). Letzteres ist aber nicht geeignet, die Differenz zwischen dem nominalen Leitzins der UEMOA und dem der Eurozone zu erklären. Diese Differenz liegt über den betrachteten Zeitraum durchschnittlich bei rund 1,9 % und seit 2009 bei rund 2,2 %. Dieser Unterschied ist im Vergleich zu den Anpassungsraten der Leitzinsen relativ groß und sein Effekt auf die heimische Kreditvergabe daher als vergleichsweise stark einzuschätzen. Im Folgenden

<sup>6</sup> Entgegen der üblichen Definition (s. u.) bzw. trotz des nur sechsjährigen Untersuchungszeitraums sprechen die Autor\*innen der Studie von einer langfristig beobachtbaren Reaktion der BCEAO.

wird untersucht, inwieweit sich dieser Niveauunterschied mit dem Ansatz der ZP-Theorie der Standard-Ökonomik begründen lässt.

#### 4. Nominale Zinsdifferenzen

Differenzen zwischen dem heimischen und ausländischen Zinsniveau sind im Rahmen der Zinsparitätstheorie Ausdruck für erwartete Anpassungen an den langfristig-gleichgewichtigen (und der Kaufkraftparitätentheorie entsprechenden) Wechselkurs. Der inländische Zinssatz liegt demnach um die erwartete Abwertungsrate (Aufwertungsrate) über (unter) dem Auslandszinssatz. Für die ungedeckte Zinsparität gilt also, dass zum Zeitpunkt  $t$  die Rendite der Inlandsanlage  $i_t$  der Rendite der Auslandsanlage  $i_t^f$  unter Berücksichtigung des erwarteten Wechselkurses  $\hat{e}^{erw}$  entspricht.

$$i_t = i_t^f + \hat{e}^{erw} \quad (2)$$

Allerdings gilt die gedeckte Zinsparität nur unter der Annahme perfekter internationaler Kapitalmobilität. Aufgrund der bestehenden Kapitalverkehrskontrollen und den wenig entwickelten Kapitalmärkten, lässt sich die ZP-Theorie nur bedingt auf die F-CFA-Zone übertragen. Zudem ist ein Teil der Anleihen der F-CFA-Länder in US-Dollar (Eurobonds) denominiert, sodass erwartete Wechselkursänderungen als Erklärung der unterschiedlichen Zinssätze in diesen Fällen nicht relevant sind. Trotz der eingeschränkten internationalen Kapitalmobilität des F-CFA, die theoretisch Abweichung von der ZP nicht ausschließen, stellt sich dennoch die Frage, wieso das Niveau der Leitzinssätze der BCEAO und die Verzinsung der in F-CFA denominierten Kapitalanlagen in der Vergangenheit weit über den Leitzinsen der EZB bzw. dem Kapitalmarktzinssatz der Eurozone lagen.

Unter Berücksichtigung der Inflationsraten in der UEMOA und der Preisentwicklung in Frankreich/der Eurozone zeigt sich, dass die realen Leitzinsdifferenzen im Zeitraum von 1994 bis 2007 stark zurückgegangen sind und in den Jahren 1998, 2001 und 2005 die internationale Fisher-Gleichung gültig ist (vgl. Dufrénot 2011: 70). Seitdem lag in die durchschnittliche Inflationsrate der UEMOA aber (mit Ausnahme der Jahre 2008 und 2011) durchgehend unter der durchschnittlichen Inflation in der Eurozone<sup>7</sup>, was zu einer erneuten Divergenz der realen Leitzinsen geführt hat.

Zwar rechnete zum Beispiel Kohnert (1998: 50) im Zuge der bevorstehenden Euroeinführung – und dem damit einhergehenden Wechsel der Ankerwährung vom französischen Franc zum Euro – mit einer zum damaligen Zeitpunkt erneuten nominalen Abwertung innerhalb weniger Jahre (vgl. Kohnert 1998: 72) und bescheinigt dem F-CFA

---

<sup>7</sup> Im Jahr 2014 war das Preisniveau in der UEMOA insgesamt rückläufig.

auch in einem jüngeren Beitrag einen „kontinuierlichen Abwertungsdruck“ (Kohnert 2004: 50). Zudem kommen mehrere ökonometrische Studien mittels Schätzung des gleichgewichtigen realen F-CFA/Euro-Wechselkurses zu dem Ergebnis, dass der F-CFA real überbewertet ist (vgl. Coulibaly 2014; Gnansounou und Verdier-Chouchane 2012). Da der F-CFA in den vergangenen 25 Jahren weder auf- noch abgewertet wurde, scheinen Abwertungserwartungen aber zumindest in der kurzen und mittleren Frist<sup>8</sup> keine hinreichende Erklärung für die Zinsunterschiede zwischen der UEMOA und der Eurozone zu liefern.<sup>9</sup>

### **Zinsdifferenz als Ausdruck der globalen Währungshierarchie und unterschiedlicher Liquiditätsprämien**

Die theoretische Grundlage für post-keynesianische Analysen des internationalen Währungssystems bildet das von John Maynard Keynes in der *General Theory* formulierte Konzept der Liquiditätsprämie des Geldes. Geld zeichnet sich gegenüber anderen Finanzaktiva oder Sachvermögen durch seine Eigenschaft als liquider Gegenstand einer Volkswirtschaft<sup>10</sup> aus. Die Verfügung über Liquidität stellt eine eigene, nicht-pekuniäre Verzinsung dar, die bei Keynes die *own rate of interest* jeder (Vermögens)Anlage mitbestimmt (vgl. Keynes 1997: 224 f.). Dieser Liquidität messen die Geschäftsbanken einerseits und die Haushalte andererseits einen eigenen Wert bei. In den Bilanzen der Geschäftsbanken stehen den langfristigen Forderungen gegenüber ihren Schuldnern kurzfristige Verbindlichkeiten in Form der Sichteinlagen gegenüber. Diese Fristentransformation begründet in erster Linie das Risiko eines Liquiditätsengpasses und erklärt, weshalb Geschäftsbanken – selbst bei einem hypothetischen Kreditausfallrisiko von null – nicht bereit sind, ohne Kompensation vorübergehend auf liquide Mittel zu verzichten (vgl. Heise 2006: 43). Die Haushalte haben in ihrer Position als Vermögenseigentümer eine Liquiditätspräferenz, da sie ihren zukünftigen Liquiditätsbedarf nicht mit Sicherheit voraussagen können. Je unsicherer sie zukünftige Entwicklungen einschätzen, desto niedriger ist ihre Bereitschaft, sichere, unverzinste (Bar-)Geldbestände in weniger liquide Beteiligungen, Kredite oder sonstige Finanzanlagen umzuwandeln (vgl. Nitsch 1999: 188). Aus der Sicht der Vermögenseigentümer und der Geschäftsbanken ist der Zins somit die Prämie für die Aufgabe von Liquidität angesichts einer (fundamental) unsicheren Zukunft.

In der offenen Volkswirtschaft stehen den Vermögensbesitzern unterschiedliche

---

<sup>8</sup> Blanchard und Illing (2004: 41) folgend umfasst die kurze Frist einen Zeitraum von bis zu einem Jahr, die mittlere Frist zehn Jahre und der Zeitrahmen der langen Frist 50 Jahre.

<sup>9</sup> Da stabile Wechselkurse in der Vergangenheit nicht notwendigerweise stabile Wechselkurse in der Zukunft begründen, ist dieses Argument letzten Endes nur retrospektiv gültig.

<sup>10</sup> Darüber hinaus hat Geld als Vermögensform im Gegensatz zu Sachwerten Wertaufbewahrungskosten, die gegen 0 tendieren.

Währungen als Anlageoptionen zur Auswahl. Jede Währung ist unterschiedlich gut dazu geeignet, ihre Funktion als Vermögensanlage und internationales Zahlungsmittel zu erfüllen. Die Akzeptanz einer Währung als internationales Zahlungsmittel und ihre Qualität als Vermögensanlage drückt sich durch die währungsspezifische Liquiditätsprämie aus. Der US-Dollar als Währungshegemon und weitere Starkwährungen wie bspw. der Euro oder das britische Pfund besitzen eine relativ hohe Liquiditätsprämie, während die Währungen von Entwicklungs- und Schwellenländern eine relativ geringe Liquiditätsprämie aufweisen. Die unterschiedliche Höhe der Liquiditätsprämien begründet aus post-keynesianischer Sicht die Struktur bzw. Hierarchie des internationalen Währungssystems. Die Währungshierarchie hat einen strukturellen Einfluss auf die Zinsniveaus der verschiedenen Währungsräume. Eine im Vergleich zu einer ausländischen Währung dauerhaft niedrigere Liquiditätsprämie der heimischen Währung ( $I^A > I$ ) erfordert eine höhere pekuniäre Verzinsung der heimischen Anlage im Vergleich zu der Anlage in ausländischer Währung ( $i > i^A$ ), um die hierarchische Schlechterstellung der heimischen Währung zu kompensieren. Andernfalls würde die Währung mit der niedrigeren Liquiditätsprämie gegenüber der Währung mit der höheren Liquiditätsprämie permanent abwerten (vgl. de Paula, Fritz und Prates 2017: 189). Formal kann dieser Zusammenhang durch Gleichung 2 dargestellt werden. Durch den Parameter  $a$  werden dabei auch erwartete Wechselkursänderungen berücksichtigt, die in ihrer Wirkung den Annahmen der Zinsparität entsprechen – auch wenn ihre Ursachen sowohl neoklassischer (rationale Orientierung an makroökonomischen *fundamentals*) als auch post-keynesianischer Natur (subjektive kontext- und zeitabhängige Erwartungen) sein können (vgl. Kaltenbrunner 2015: 441).

$$(i - i^A) + a = I^A - I \quad (2)$$

Aus dieser Betrachtung können (Leit-)Zinsunterschiede zwischen Ländern mit unterschiedlichen Währungen als Ausdruck der relativen Position dieser Währungen innerhalb der internationalen Währungshierarchie interpretiert werden.

Die Leitzinsdifferenzen zwischen der EZB und der UEMOA lassen sich auf Basis des post-Keynesianischen Ansatzes währungsspezifischer Liquiditätsprämien mit der Hierarchie zwischen dem Euro und dem F-CFA begründen. Der Niveauunterschied hinsichtlich des Zinsniveaus der beiden Währungsräume kann somit erklärt werden, ohne auf eine erwartete Wechselkursanpassung im Sinne der ZP-Theorie verweisen zu müssen. Letztere wird dabei zwar nicht grundsätzlich ausgeschlossen, bietet aber aufgrund des seit 25 Jahren unveränderten nominalen Wechselkursverhältnisses keine hinreichende Erklärungsgrundlage.

Die globale Währungshierarchie beschränkt strukturell den zinspolitischen

Handlungsspielraum der BCEAO. Diese Annahme gilt bei freiem, grenzüberschreitendem Kapitalverkehr grundsätzlich unabhängig davon, ob der Wechselkurs des F-CFA nominal verankert oder flexibel ist.<sup>11</sup> Auch andere sog. Schwachwährungsländer sind mit der Anforderung konfrontiert, eine relativ niedrige Liquiditätsprämie der eigenen Währung mit – im Vergleich zu den Starkwährungsländern bzw. zum Währungshegemon – höheren pekuniären Zinssätzen zu kompensieren. Insofern stellt sich weiterhin die Frage, wie die spezifische Ausgestaltung der Währungskooperation zwischen Frankreich und der WAEMU die Geldemission der BCEAO und die heimische Kreditvergabe der Geschäftsbanken beeinflusst. Für die verpflichtende Deckung der Geldbasis wird dies im Folgenden untersucht.

### **5. Wirkungsmechanismus zwischen der Deckung der Geldbasis und der Kreditvergabe an den Privatsektor**

Die Wirkung der Geldpolitik auf die Unternehmensfinanzierung (und die (real)wirtschaftliche Entwicklung) wird in Ländern mit sehr schwach entwickelten Kapitalmärkten größtenteils von der Kreditvergabe der Geschäftsbanken bestimmt. Der konventionelle Transmissionsmechanismus der Geldpolitik über den Zinskanal, der dadurch begründet wird, dass sich die von der Zentralbank relativ gut steuerbaren Zinssätze für kurzfristige Kredite auf dem Geldmarkt über Arbitragegeschäfte auch auf die langfristigen Zinsen auf den Wertpapiermärkten auswirken, ist in den meisten Entwicklungsländern von geringer Bedeutung (vgl. Levy-Orlik 2012: 117). Über die Leitzinsen nimmt die Zentralbank sowohl Einfluss auf das kurzfristige Zinsniveau am Geldmarkt, als auch auf die Zinssätze für kurzfristige Termineinlagen der Nicht-Banken bei den Geschäftsbanken, da diese als Substitute für die Refinanzierung über die Zentralbank betrachtet werden können. Im Fall einer Leitzinssenkung verbessern sich also die Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken. Wenn die Geschäftsbanken die niedrigeren Refinanzierungskosten (direkt) an die Unternehmen (und Haushalte) weitergeben, ist ceteris paribus auch von einem Anstieg der privatwirtschaftlichen Kreditnachfrage auszugehen. Die Stärke dieses Effekts auf die Kreditnachfrage, hängt auch von der Zinsreagibilität der Unternehmensinvestitionen ab.

Bei der Transmission der Geldpolitik auf das Kreditangebot<sup>12</sup> wird zudem davon ausgegangen, dass eine expansive Geldpolitik die Überschussreserven der

---

<sup>11</sup> Laut Rey (2015: 21) kann das Trilemma offener Volkswirtschaften aus diesem Grund auf ein Dilemma reduziert werden: „The ‚trilemma‘ morphs into ‚dilemma‘ – independent monetary policies are possible if and only if the capital account managed, directly or indirectly, regardless of the exchange-rate regime.”

<sup>12</sup> Im Gegensatz zum Bankenkanal wirkt der Zinskanal hauptsächlich über die langfristigen Zinsen auf den Kapitalmärkten (vgl. Hagemann und Wohlmann 2017b).

Geschäftsbanken bei der Zentralbank und somit die Geldbasis erhöht. Diese zusätzlichen Einlagen bei der Zentralbank verringern das strukturelle Liquiditätsdefizit der Geschäftsbanken und verbessern die Kreditangebotsmöglichkeiten der Geschäftsbanken gegenüber dem Privatsektor (vgl. Hagemann und Wohlmann 2017a). Dies gilt insbesondere, wenn wie in der CFA-Zone oder dem Euroraum eine gesetzlich vorgeschriebene Mindestreserve die Geschäftsbanken dazu verpflichtet, einen – wenn auch sehr geringen – Anteil der Geschäftsbankverbindlichkeiten durch Zentralbankguthaben zu decken.<sup>13</sup>

Mishra und Montiel (2013) kommen in ihrer Metastudie zu dem Ergebnis, dass die Transmission der Geldpolitik in *low-income economies* in Bezug auf die realwirtschaftliche Nachfrage und das Preisniveau empirisch nicht eindeutig nachgewiesen werden kann. Für eine Gruppe von Nicht-CFA-Ländern in Subsahara-Afrika (Botswana, Malawi, Namibia, Süd-Afrika, und Zambia) zeigt Lungu (2007) mit einem vektorautoregressiven Modell, dass eine restriktivere Zinspolitik der Zentralbanken einen negativen Effekt auf die Kreditvergabe der Geschäftsbanken hat, aber kein klarer Wirkungszusammenhang mit der Output-Lücke und dem Preisniveau aus den Ergebnissen abgeleitet werden kann. Während Saxegard (2006) für Nigeria und Uganda eine Reaktion des BIP und des Preisniveaus infolge eines geldpolitischen Schocks feststellt, ist dieser Effekt in seinem Modell nicht für den östlichen Teil der F-CFA-Zone, die CEMAC, beobachtbar. Tadenyo (2015) zeigt allerdings für die Länder der UEMOA, dass der Zinssatz auf dem Interbankenmarkt kurz- bis mittelfristig auf eine Änderung des Leitzinses der BCEAO reagiert. Abou (2010) kann für den Zusammenhang zwischen der Kreditvergabe der Geschäftsbanken und der Entwicklung des BIP in der UEMOA eine schwache positive Korrelation nachweisen.

In der Franc-CFA-Zone und somit auch in der WAEMU steht die Kreditvergabe der Geschäftsbanken in einem technischen Zusammenhang mit der Fremdwährungsposition der BCEAO. Dies geht darauf zurück, dass das französische Schatzamt die Konvertibilität des F-CFA durch theoretisch unbegrenzte Überziehungsfazilitäten über die Operationskonten garantiert. Um die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten des Garantiefalls gering zu halten, ist die BCEAO u. a. dazu verpflichtet, 20 % der Geldbasis durch Bruttoauslandsforderungen zu decken. Diese currency board-artige Regelung impliziert, dass die BCEAO bei der Bereitstellung von ZB-Reserven gegenüber den Geschäftsbanken grundsätzlich auf Kapitalimporte oder Leistungsbilanzüberschüsse der UEMOA angewiesen ist. Für den Fall, dass sich das Verhältnis zwischen den Devisenreserven der ZB und der Geldbasis der 20 Prozent-

---

<sup>13</sup> Der Mindestreservesatz für die Geschäftsbanken in der UEMOA liegt seit März 2017 bei 3% (vgl. Banque de France 2019: 41).

Schwelle annähert, wäre es zu erwarten, dass die ZB darauf reagiert, indem sie die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken einschränkt. Die Geschäftsbanken sind wiederum auf ZB-Reserven angewiesen, um die per Kredit zugesagte Liquidität gegenüber ihren Schuldnern auch bereitstellen zu können. Konkret bedeutet dies, dass eine Geschäftsbank der F-CFA-Zone ihren vergebenen (Unternehmens-)Kredit refinanzieren muss, sobald der Schuldner den Kredit abrufen, um bspw. eine Investition zu tätigen oder Löhne auszuzahlen. Für die Refinanzierung kann die Geschäftsbank auf Kundeneinlagen zurückgreifen<sup>14</sup> oder sich Liquidität über den Interbankenmarkt oder über die BCEAO (gegen entsprechende Sicherheiten) beschaffen. Letztere Option hat unmittelbar eine Ausweitung der Geldbasis zur Folge. Somit steht die Geldbasis in einem indirekten Zusammenhang mit der Kreditvergabe der Geschäftsbanken und der Investitionstätigkeit der Unternehmen. Theoretisch kann die Verpflichtung zur 20-prozentigen Deckung der Geldbasis durch Bruttoauslandsaktiva der BCEAO dazu führen, dass Geschäftsbanken die Nachfrage der Unternehmen nach Krediten für (realwirtschaftliche) investive Zwecke nicht bedienen, weil sie nicht über die ausreichende Liquidität in Form von ZB-Reserven verfügen oder mit einer restriktiveren Geldpolitik der BCEAO rechnen.

Wie der Vergleich der Leitzinsdifferenzen zwischen der BCEAO und der EZB gezeigt hat, bewegen sich die Leitzinssätze der beiden Zentralbanken seit 1994 relativ gleichförmig. Seit dem Höchststand der Geldbasisdeckung im Jahr 2003 hat die BCEAO den Leitzins von 6 % kontinuierlich auf 2,5 % gesenkt, wodurch sich die Bedingungen der Refinanzierung auf Seiten der Geschäftsbanken verbessert haben. Die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Geldbasis, die Kreditvergabe der Geschäftsbanken und die Investitionsquote werden im Folgenden für den Zeitraum von 1994 bis 2017 deskriptiv dargestellt.

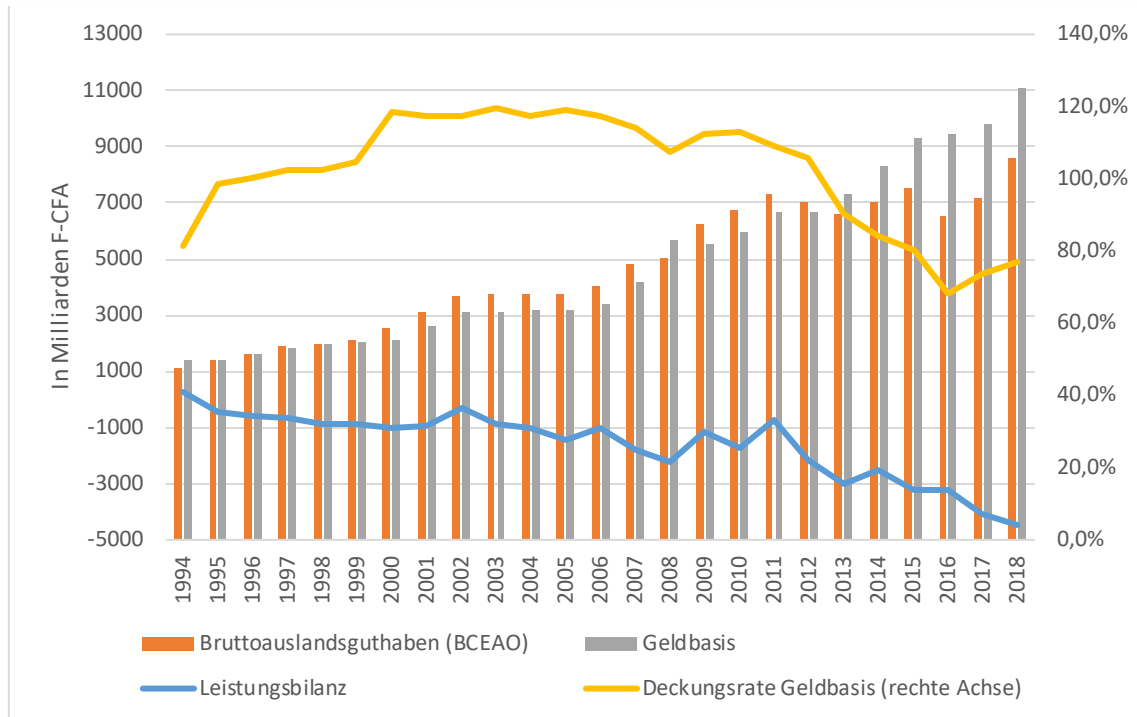
Abbildung 2 zeigt, dass die Deckungsrate der Geldmenge seit 1994 (dem Jahr der 50-prozentigen Abwertung des F-CFA) bis 2017 durchgehend weit über der geforderten 20%-Grenze liegt. Der Quotient aus Bruttoauslandsguthaben der BCEAO und der Geldbasis beträgt 1994 81 %, hatte 2003 mit rund 120 % den höchsten Wert und fiel bis 2018 auf rund 77 %. Über den gesamten Zeitraum betrachtet erklärt sich der Rückgang der Deckungsrate durch das im Vergleich zu den Devisenreserven stärkere Wachstum der Zentralbankgeldmenge. Ab 2010 bleibt das Niveau der Bruttoauslandsguthaben der BCEAO relativ konstant, während die Geldbasis weiter anwächst.

---

<sup>14</sup> Die von der BCEAO gesetzlich vorgeschriebenen Mindestreserven müssen allerdings sowohl vor als auch nach der Kreditvergabe eingehalten werden.



Abb. 2: Entwicklung der Geldbasisdeckung (BCEAO) und Leistungsbilanz (UMEOA), 1994-2017



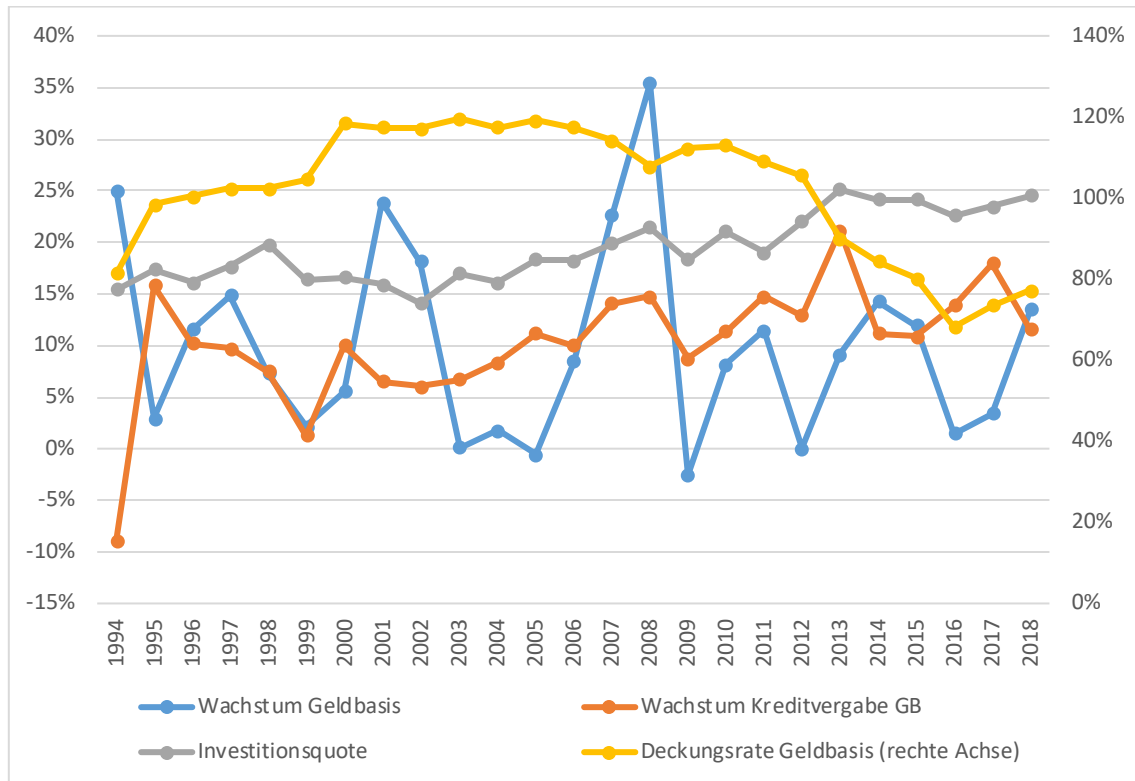
Daten: Banque de France, Jahresberichte zur Franc-Zone 1994-2019; eigene Darstellung

Der Aufbau von Brutto-Forderungen in Fremdwährung erfordert entweder einen Überschuss in der Leistungsbilanz oder Kapitalimporte. Die Länder der UEMOA insgesamt weisen seit 1995 durchgängig eine negative Leistungs- und seit 2005 eine negative Handelsbilanz auf. Somit sind sie auf Kapitalimporte angewiesen, um a) die realwirtschaftlich entstandenen Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren und b) aus geldpolitischer Sicht die Deckung der Geldbasis langfristig zu gewährleisten. Kapitalzuflüsse aus dem Ausland hängen grundsätzlich von der Höhe der Verzinsung bzw. der Differenz zwischen dem Zinsniveau im In- und Ausland ab. Unter der Annahme einer unveränderten Leistungsbilanz und einem konstanten ausländischen Zinsniveau bleibt der BCEAO die Möglichkeit, den Leitzins anzuheben, um die (Brutto-)Devisenreserven auszuweiten.

Abbildung 3 zeigt zudem, dass die über den beobachteten Zeitraum niedrigste Investitionsquote (14,1 %) im Jahr 2002 zeitlich mit einer sehr hohen Deckungsrate der Geldbasis (117 %) zusammenfällt. Auch das Wachstum der Kreditvergabe der Geschäftsbanken hat in diesem Jahr mit 6 % den zweitniedrigsten Wert (nach 1% im Jahr 1999) und liegt seit 2005 (abgesehen von 2009, dem Höhepunkt der Weltwirtschaftskrise) durchgehend im zweistelligen Bereich. Der Vergleich zwischen dem Wachstum der Kreditvergabe der Geschäftsbanken und dem Wachstum der Geldbasis zeigt, dass eine Zunahme (Abnahme) des Wachstums der Kreditvergabe seitens der Geschäftsbanken mehrheitlich mit einer Zunahme (Abnahme) des

Wachstums der Geldbasis koinzidiert. Auch beim Vergleich des Wachstums der Kreditvergabe an den Privatsektor mit dem Wachstum der Refinanzierung der Geschäftsbanken über die Zentralbank zeigt sich ein weitestgehend gleichförmiger Verlauf. Dies gilt für die Jahre 2009-2017 auch in Bezug auf die Investitionsquote (Abb. 4). Diese Betrachtung verdeutlicht, dass in der UEMOA ein Teil der realwirtschaftlichen Investitionen über Zentralbankkredite refinanziert wird und sich dadurch auch auf die Veränderung der (Deckungsrate der) Geldbasis auswirkt.

Abb. 3: Entwicklung monetäre Aggregate und Investitionsquote in der UEMOA, 1994–2018

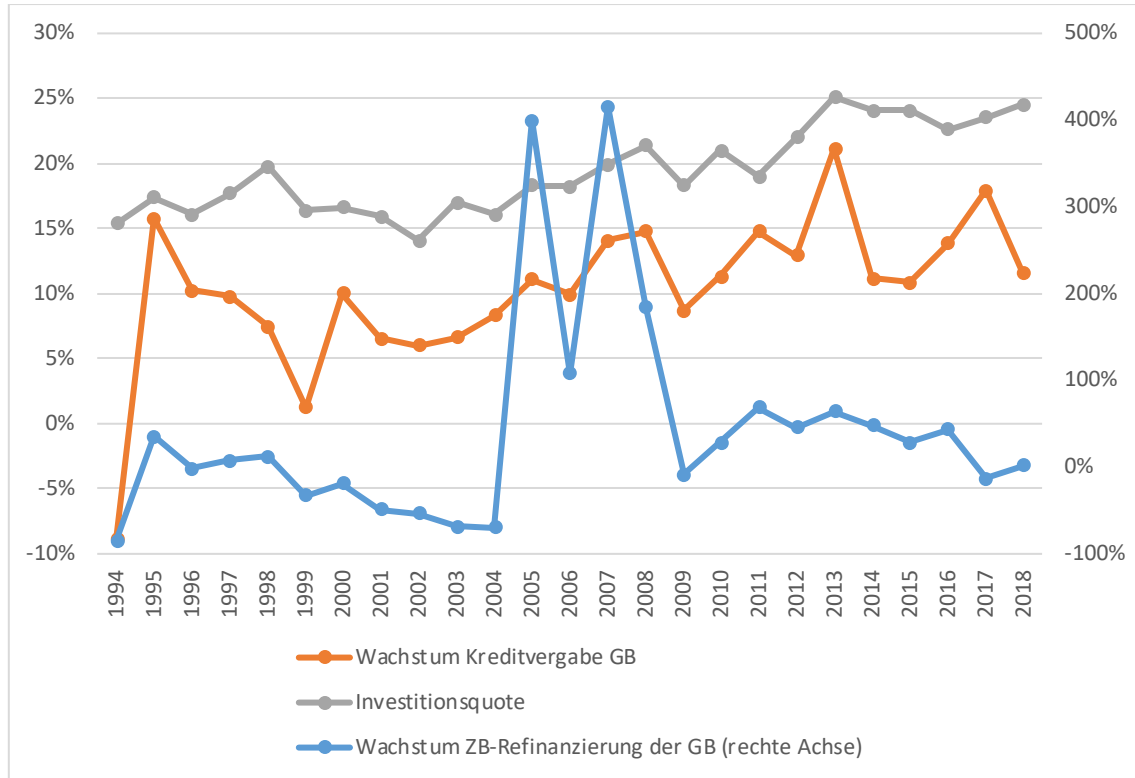


Daten: Banque de France, Jahresberichte zur Franc-Zone 1994-2019; eigene Darstellung

Da die Deckung der Geldbasis durch die Bruttodevisen der BCEAO ein Vielfaches über der Marke von 20 % liegt, ist kurzfristig nicht damit zu rechnen, dass dieses Kriterium die geldpolitischen Entscheidungen der BCEAO beeinflusst. Die jüngsten Entwicklungen seit 2012 lassen mittelfristig eine restriktivere Geldpolitik als Reaktion auf die abnehmende Deckungsrate aber durchaus realistisch erscheinen, sollte sich dieser Trend weiter fortsetzen. Ein höheres inländisches Zinsniveau würde allerdings hemmend auf die inländischen Investitionen wirken und bei einer hohen Zinselastizität der Investitionen und einer hohen Zinselastizität der Kapitalimporte zu einer Situation führen, in der ausreichend Devisen vorhanden sind, ohne dass diese benötigt werden, um die heimische Kreditnachfrage bzw. Geldbasis zu decken. Eine restriktivere Zinspolitik der BCEAO kann zwar notwendig sein, um (über die Operationskonten) den nominalen Wechselkurs zu verteidigen. Als Maßnahme zur Deckung der Geldbasis sind

Zinserhöhungen aber nur sehr bedingt geeignet, da dadurch ein Rückgang der inländischen Investitionen zu erwarten ist – und somit dem ursprünglichen Motiv der Zinserhöhung (eine ausreichende Deckung der Geldbasis durch Devisenreserven) die Grundlage entzogen würde.

Abb. 4: Wachstum Kreditvergabe, Wachstum ZB-Refinanzierung und Investitionsquote, 1994–2018



Daten: Banque de France, Jahresberichte zur Franc-Zone 1994–2019; eigene Darstellung

Die BCEAO ist auf struktureller und institutioneller Ebene in ihrer geldpolitischen Autonomie eingeschränkt. Auf struktureller Ebene einerseits durch die im Vergleich zum Euro niedrigere Liquiditätsprämie des F-CFA, was ein allgemein höheres (Leit-)Zinsniveau erfordert und andererseits aufgrund der festen Wechselkursbindung gegenüber dem Euro, die eine Orientierung an den Leitzinsentscheidungen der EZB erfordert. Auf institutioneller Ebene ist die BCEAO zu einer Reglementierung der Geldbasis verpflichtet, wodurch indirekt auch die inländische Kreditvergabe eingeschränkt wird. Aus der Betrachtung der Deckungsrate der Geldbasis wurde deutlich, dass die BCEAO die geforderte 20-Prozent-Marke seit 1994 weit übertroffen hat und auch die (Brutto-)Devisenreserven der Zentralbank kontinuierlich zugenommen haben. Diese Konstellation, bei der zudem die Devisenposition der WAEMU-Länder beim französischen Schatzamt weit über dem geforderten Mindestmaß liegt, deutet Tinel (2016: 2) als Ausdruck einer grundsätzlich restriktiven Geldpolitik innerhalb eines

restriktiven institutionellen Rahmens und empfiehlt ein flexibleres, an das reale Wirtschaftswachstum angepasstes Inflationsziel.<sup>15</sup>

Die hohe Marktkonzentration im Bankensektor stellt ein weiteres Hindernis für die Finanzierung realwirtschaftlicher Investitionen dar. Laut Koddenbrock und Sylla (2019: 17) leiden darunter vor allem kleine und mittelgroße Unternehmen in der F-CFA-Zone. Langfristige Unternehmenskredite machen in der UEMOA nur rund 10 % der Geschäftsbankkredite an den Privatsektor aus und das Volumen der privatwirtschaftlichen Kreditvergabe liegt mit 40 % des BIP (im Jahr 2014) weit unterhalb der regionalen Nicht-CFA-Länder Nigeria (35 %) und Ghana (32 %) (vgl. Diop 2015: 62). Die Kreditvergabe gegenüber dem Unternehmenssektor insgesamt beschränkt sich auf 400 Unternehmen (vgl. Banque de France 2015: 59). Die sukzessive Reduzierung der direkt über die BCEAO finanzierten Staatsverschuldung seit 1998 hatte zur Folge, dass die Geschäftsbanken der UEMOA mittlerweile einen wichtigen Teil ihrer Gewinne über Staatanleihen durch Zinsarbitrage erzielen (vgl. Banque de France 2016: 48). Dabei profitieren sie auch von der Steuerfreiheit auf die Einnahmen aus der Staatsfinanzierung (vgl. Sy 2007: 6f.). Die aufgrund der Wettbewerbssituation vergleichsweise hohe Nettozinsmarge der Geschäftsbanken in der CFA-Zone hat zufolge, dass die Profitabilität einer realwirtschaftlichen Investition relativ hoch sein muss, damit die Unternehmen einen Anreiz zur Kreditaufnahme haben.

## 6. Fazit

Die vorangegangene Untersuchung ist der Frage nachgegangen, wie sich das CFA Währungsregime auf die Zinspolitik der BCEAO auswirkt und welche Konsequenzen sich daraus für die heimische Kreditvergabe ergeben. Dabei wurde zunächst festgestellt, dass das an der Eurozone orientierte 2-prozentige Inflationsziel einerseits auf die feste Wechselkursbindung gegenüber dem Euro zurückzuführen ist, andererseits in einen Konflikt mit der Geldbasisdeckung zu geraten droht, sollten die Devisenbestände der Zentralbank bei gleichzeitig deflationären Tendenzen eine Leitzinserhöhung erfordern.

Die Analyse der Zinsreaktion der BCEAO auf Leitzinsänderungen der EZB hat gezeigt, dass Letztere ihre Zinspolitik (seit der 50-prozentigen nominalen Abwertung des F-CFA im Jahr 1994) an den Leitzinsentscheidungen der europäischen Zentralbank ausrichtet – und sich somit entsprechend der Logik des *open economy trilemma* verhält. Im Gegensatz zu der Richtung der Leitzinsentscheidungen der BCEAO kann der

---

<sup>15</sup> Auch bei einem flexibleren Inflationsziel stünde entgegen der Tinbergen-Regel weiterhin für zwei Ziele (Wechselkurs-Stabilisierung und Inflation) nur ein Instrument (Zinspolitik der BCEAO) zur Verfügung. Ein dynamischeres Inflationsziel könnte dieses Problem aber zumindest abmildern. So würde die feste Wechselkursorientierung für den Fall, dass die CFA-Inflationsrate über 2 % liegt, nicht automatisch an Priorität verlieren, solange die Inflation durch das reale BIP-Wachstum „gerechtfertigt“ erscheint.

Niveauunterschied zwischen dem Leitzins der europäischen und westafrikanischen Währungsunion nicht mit dem standard-ökonomischen Instrumentarium erklärt werden. Den Schlussfolgerungen der ZP-Theorie folgend würden die seit 1994 konstant höheren Leitzinsen der BCEAO eine nominale Abwertung des F-CFA erfordern. Diese ist seit 25 Jahren aber nicht eingetreten. Der offensichtliche Widerspruch zwischen den theoretischen Annahmen der ZP-Theorie und der empirischen Beobachtung konnte durch den Rückgriff auf den post-keynesianischen Ansatz währungsspezifischer Liquiditätsprämien überwunden werden. Die Höhe der verschiedenen Währungen strukturiert hierbei die internationale Währungsordnung. Da der F-CFA – im Gegensatz zum Euro – als Vermögensanlage eine relativ geringe Qualität aufweist und auch als internationales Zahlungsmittel über wenig bzw. keine Akzeptanz verfügt, ist die Liquiditätsprämie dieser Währung als relativ gering einzustufen. Die gegenüber dem Euro niedrigere Liquiditätsprämie des F-CFA erfordert wiederum eine entsprechend höhere pekuniäre Verzinsung. Der Niveauunterschied zwischen dem Leitzins der EZB und der BCEAO ist somit grundsätzlich auf eine höhere Position des Euros innerhalb der globalen Währungshierarchie zurückzuführen.

Über den strukturellen Faktor einer niedrigen Liquiditätsprämie – der im Prinzip auch bei einem flexiblen Wechselkurs zinstreibend wirkt – hinaus, wurden im letzten Teil der Arbeit zunächst die theoretischen Implikationen der institutionell verankerten 20-prozentigen Geldbasisdeckung herausgearbeitet. Die Geschäftsbanken der westlichen CFA-Zone sind bei der Refinanzierung ihrer vergebenen (Unternehmens-)Kredite auf Zentralbankgeld angewiesen. Die vertragliche Festlegung eines Mindestdevisenbestandes der BCEAO in Höhe von 20 % der Geldbasis fungiert deshalb als technische Voraussetzung für die heimische Kreditvergabe und die einkommensbildende Investitionsfinanzierung in der UEMOA. Die für Entwicklungsländer typische Dominanz des Bankkreditkanals bei der Unternehmensfinanzierung verstärkt die Bedeutung der Refinanzierung über die Zentralbank. Die empirische Analyse der in diesem Zusammenhang relevanten monetären Aggregate hat aufgezeigt, dass die Deckungsrate der Geldbasis – trotz ihrer Rückläufigkeit seit 1994 – noch relativ weit von der institutionell verankerten 20%-Grenze entfernt ist. Der geldpolitische Spielraum der BCEAO oder genauer gesagt die inländische Kreditvergabe ist derzeit (noch) nicht durch das Funktionsprinzip der 20-prozentigen Deckung der Geldbasis restringiert. Dies schließt allerdings nicht aus, dass das CPM eine oberhalb der 20%-Grenze liegende Deckungsrate bereits als kritisch erachtet und weitaus früher als es die institutionelle Rahmenbedingung erfordern würde mit einer restriktiveren Geldpolitik reagiert. Auffallend ist zudem, dass insbesondere seit 2011 die abnehmende Deckung der Geldbasis mit einer steigenden Investitionsquote einhergeht.

In einer gemeinsamen Erklärung haben der Präsident der Elfenbeinküste Alassane Ouattara und Frankreichs Präsident Emmanuel Macron am 21.12.2019 bekannt gegeben, dass sich die Staaten der UEMOA darauf geeinigt haben, den Eco als neue Gemeinschaftswährung der Westafrikanischen Wirtschaftsgemeinschaft ECOWAS noch im Jahr 2020<sup>16</sup> einzuführen (vgl. Fröhlich 2019). Der ECOWAS gehören neben den derzeitigen westlichen CFA-Ländern sieben weitere Nicht-CFA-Länder an – darunter u. a. die regionalen ökonomischen Schwergewichte Nigeria und Ghana. Die wichtigsten institutionellen Änderungen im Zuge des Währungswechsels betreffen die Auflösung der Operationskonten und die Abschaffung der französischen Vertreter\*innen in den geldpolitischen Gremien der neuen Währungsgemeinschaft – ein Schritt, der als Reaktion auf die anhaltende Kritik an dem kolonialen Charakter des CFA-Währungsregimes gedeutet werden kann. Die Ankündigung, die feste nominale Wechselkursbindung zum Euro und die Kreditgarantie Frankreichs zur Sicherung der Konvertibilität grundsätzlich beizubehalten, wirft die (noch unbeantwortete) Frage auf, welche geldpolitischen Regeln dabei zukünftig genutzt werden (sollen). In jedem Fall sollten die Entscheidungsträger\*innen der neuen Einheitswährung die Erkenntnis berücksichtigen, dass eine (zu restriktive) Deckung der Geldbasis das Risiko mit sich bringt, die Kreditvergabe und somit auch die realwirtschaftlichen Investitionen zu beschränken.

---

<sup>16</sup> Allerdings wurde der Start des Eco bereits für die Jahre 2005, 2010 und 2015 angekündigt, ohne dass der Zeitplan des Vorhabens eingehalten werden konnte.

## Literatur

- Abou, G. B. (2010): Analyse comparée des évolutions du credit et de l'activité économique dans l'UEMOA, Document d'Etude et de Recherche, Nr. DER/10/01, BCEAO, Dakar, Senegal.
- Banque de France (1994–2019): Rapport Annuel de la Zone franc, Paris. Jahresberichte 2006–2018 online unter: <https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/rapports-annuels-de-la-zone-franc> [Stand: 06.02.2020]
- Blanchard, O. und Illing, G. (2004): Makroökonomie, 3. Ausgabe, München: Pearson Studium.
- Canac, P. und García-Contreras, R. (2011): Colonial Hangover: The Case of the CFA, in: Journal of Asian and African Studies, Vol. 46 (1), S. 54–68.
- Coulibaly, I. (2014): Competitiveness and growth within the CFA franc zone: Does the switch to the Euro matter?, in: International Economics, Vol. 139, S. 1–18.
- Deléchat, C. und Martijn, J.K. (2008): Reserve Adequacy in the CFA Franc Zone. In: Gulde, A.-M. und Tsangarides, C. (Hrsg.): The CFA Franc Zone – Common Currency, Uncommon Challenges, IMF: Washington, S. 90–122.
- De Paula, L. F.; Fritz, B. und Prates, D. (2017): Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies, in: Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 40 (2), S. 183–202.
- Diop, S. (2015): L'évolution du système bancaire en zone franc, in: Techniques Financières et Développement, 2015/4, Nr. 121, S. 59–69.
- Doumbia, S. (2013): Ciblage du taux de change versus ciblage d'inflation: Quelle cohérence globale pour la politique monétaire de la BCEAO?, in: Revue Tiers Monde, Nr. 215, S. 183–200.
- Dufrénot, G. (2011): Monetary autonomy in the West African countries: What do the policy rules tell us?, in: Journal of International Development, Vol. 23 (1), S. 61–81.
- EZB (2011): Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt am Main.
- Fröhlich, S. (2019): West Africa's new currency, the Eco: Rebrand or fresh start?, in: Deutsche Welle, 23.12.2019, online unter: <https://www.dw.com/en/west-africas-new-currency-the-eco-rebrand-or-fresh-start/a-51784054> [Stand: 29.12.2020]
- Gnansounou und Verdier-Chouchane (2012): Misalignment of the Real Effective Exchange Rate: When should the Franc CFA be devalued again?, Working Paper Series No. 166, African Development Bank Group, Belvédère, Tunesien.
- Hagemann, D. und Wohlmann M. (2017a): Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik – Warum springt die Kreditvergabe nicht an, in: Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 97. Jg. Heft 3, S. 213–218.
- Hagemann, D. und Wohlmann M. (2017b): Die Transmission über den Zinskanal: von der Geldpolitik zur Kreditnachfrage, in: Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 97. Jg. Heft 4, S. 299–303.

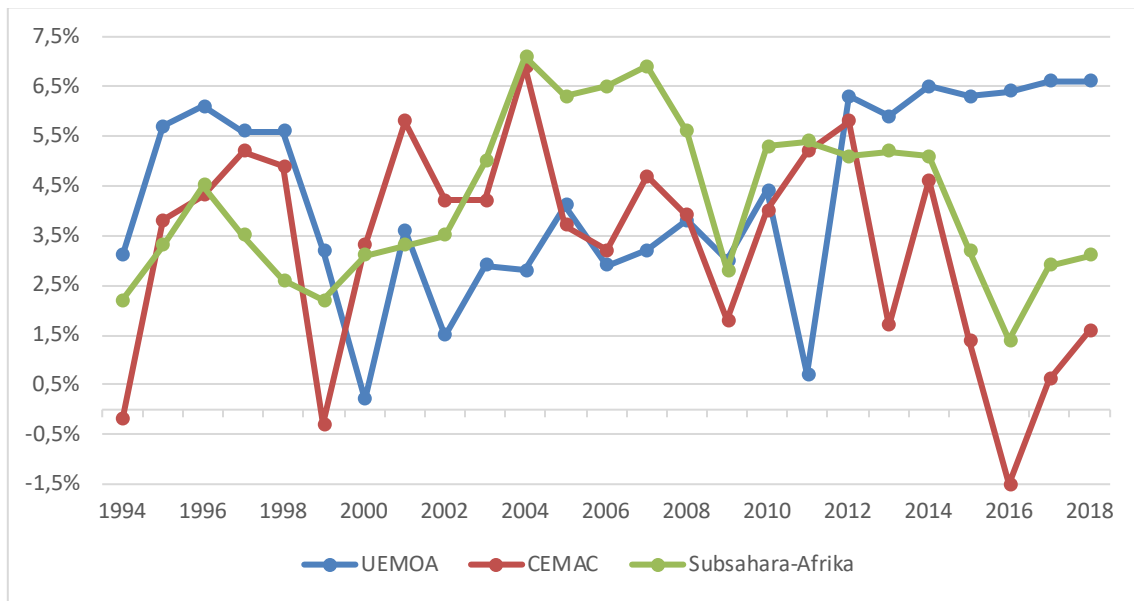
- Heise, A. (2006): Neuere keynesianische Ansätze zur Geldtheorie und –politik, in: Busch, U. [Hrsg.]: Neuer Keynesianismus – Paradigmenwechsel in der Gesellschaftspolitik? Berliner Debatte Initial, 17. Jg. (4), S. 36–47.
- Hofmeier, R. (2003a): CEMAC. In: Neu, M.; Gieler, W. und Bellers, J. (Hrsg.): Handbuch der Außenwirtschaftspolitiken: Staaten und Organisationen: Afrika, Amerika, Asien, Europa, Ozeanien, Teilband 2, Münster, S. 913.
- Hofmeier, R. (2003b): UEMOA. In: Neu, M.; Gieler, W. und Bellers, J. (Hrsg.): Handbuch der Außenwirtschaftspolitiken: Staaten und Organisationen: Afrika, Amerika, Asien, Europa, Ozeanien, Teilband 2, Münster, S. 933–934.
- IMF (2014): West African Economic and Monetary Union (WAEMU), Staff report on common policies for member countries, IMF Country Report No. 14/84, Washington, D.C.
- Kaltenbrunner, A. (2015) A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach, in: Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 38 (3), S. 426–448.
- Keynes, J. M. (1997) [1936]: The General Theory of Employment, Interest and Money, Amherst, USA: Prometheus Books.
- Kohnert, D. (1998): Der Euro, ein Segen für Afrika? Folgen der Anbindung der afrikanischen Franc-Zone an den Euro, in: Hofmeier, Rolf (Hrsg.): Afrika Jahrbuch 1997, Institut für Afrika-Kunde, Opladen, S. 59–70.
- Kohnert, D. (2004): Was die frankophone westafrikanische Wirtschaft (noch) zusammenhält, in: der Überblick, Zeitschrift für ökumenische Begegnungen und internationale Zusammenarbeit 01/2004, S. 50–54.
- Levy-Orlik, N. (2012): Financial markets in developing countries, in: Toporowski, J. und Michel, J. [Hrsg.]: Handbook of Critical Issues in Finance, Cheltenham, UK: Edward Elgar, S. 133–120.
- Lungu, M. (2007): Is there a bank lending channel in Southern Africa?, in: African Development Review, Vol. 19 (3), S. 432–468.
- Mishra, P. und Montiel, P. (2013): How effective is monetary transmission in low-income countries? A survey of the empirical evidence, in: Economic Systems, Vol. 37 (2), S. 187–216.
- Mundell, F. (1963): Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, in: The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29 (4), S. 475–485.
- Nitsch, M. (1999): Vom Nutzen des monetär-keynesianischen Ansatzes für Entwicklungstheorie und –politik, in: Schubert, R. (Hrsg.): Neue Wachstumstheorie – Implikationen für die Entwicklungstheorie und –politik. Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge Band 269, Berlin: Duncker und Humblot, S. 183–214.
- Nubukpo, K. (2007): Politique monétaire et servitude volontaire: La gestion du franc CFA par la BCEAO, in: Politique africaine, 2007/1, Nr. 105, S. 70–84.



- Rey, H. (2015): Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, NBER Working Paper Series, Nr. 21162, Mai 2015, überarb. Februar 2018, Cambridge, USA.
- Saxegaard, M. (2006): Excess liquidity and effectiveness of monetary policy: evidence from sub-Saharan Africa: key issues and reform strategies, IMF Working Paper, Nr. 06/115, Washington, D.C.
- Shortland, A. und Stasavage, D. (2005): Estimating a reaction function for the BCEAO, in: Fielding, D. [Hrsg.]: Macroeconomic policy in the Franc zone, London: Palgrave Macmillan, S. 103–120.
- Sosthène, U. und Verdier-Chouchane, A. (2012): Misalignment oft the Real Effective Exchange Rate: When should the Franc CFA be devalued again?, African Development Bank Group, Working Paper Series, 12/2012, Nr. 166, Belvédère, Tunesien.
- Stiglitz, J. (2008): The failure of Inflation Targeting, online unter: <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz99/English> [Stand: 07.11.2019]
- Sy, A. (2007): Local Currency Debt Markets in the West African Economic and Monetary Union, IMF Working Paper, Nr. 07/256, Washington, D.C.
- Tadenyo, Y. D. (2015): Impact des chocs des taux d'intérêts de la BCEAO sur l'évolution de l'inflation dans la zone UMOA: implications pour la poursuite d'un objectif de stabilité de prix, in: Revue Economique et Monétaire, Dezember 2015, Nr. 18, BCEAO, Dakar, Senegal.
- Taylor, Ian (2019): France à fric: the CFA zone in Africa and neo-colonialism, in: Third World Quarterly, Vol. 40 (6), S. 1064–1088.
- Tinel, B. (2016): Le fonctionnement des comptes d'opérations et leur role dans les relations entre la France et les pays africains, Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne, Nr. 2016.68, Paris.
- Veyrune, R. (2007): Fixed exchange rate and the autonomy of monetary policy: the Franc zone case, IMF Working Paper, Nr.07/34, Washington, D.

## Anhang

Abbildung 5: Reale Wachstumsraten UEMOA, CEMAC und Subsahara-Afrika, 1994–2018



Daten: Banque de France, Jahresberichte zur Franc-Zone 1994–2019; eigene Darstellung

